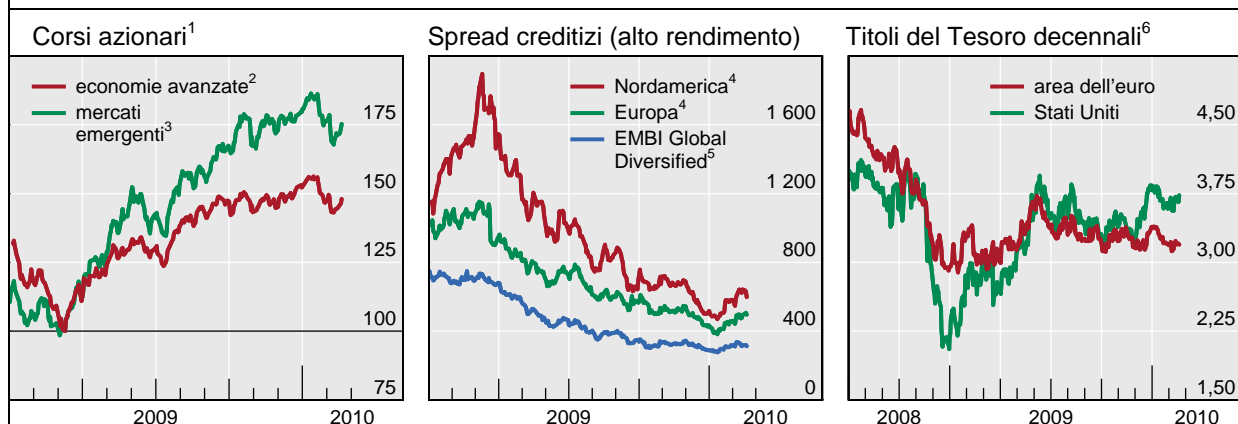


## Quadro generale degli sviluppi: il rischio sovrano scuote i mercati

L'ascesa dei prezzi delle attività rischiose si è interrotta agli inizi del 2010: dopo dieci mesi di considerevoli rialzi, i corsi azionari nelle economie sia avanzate sia emergenti hanno iniziato a calare a partire da metà gennaio (grafico 1, diagramma di sinistra), mentre gli spread creditizi si sono ampliati (grafico 1, diagramma centrale). Di fronte all'intensificarsi della volatilità e dell'avversione al rischio, l'accresciuta domanda di titoli di Stato ne ha spinto al ribasso i rendimenti (grafico 1, diagramma di destra). Verso la fine del periodo in rassegna, i mercati si sono stabilizzati e le perdite sono state in parte recuperate.

La manifesta riduzione della propensione al rischio osservata durante gran parte del periodo è ascrivibile a diversi fattori. In un contesto di persistente incertezza sulle prospettive di crescita, le notizie contrastanti sulla ripresa economica in Europa e negli Stati Uniti hanno minato la fiducia degli investitori. A tale incertezza ha concorso anche la disomogeneità della ripresa a livello mondiale. Inoltre, allorché l'attenzione degli operatori si è rivolta in misura crescente ai problemi di bilancio della Grecia, si sono intensificati i timori per il rischio di credito sul debito sovrano, che hanno coinvolto altri paesi

### I principali andamenti di mercato



<sup>1</sup> 3 marzo 2009 = 100. <sup>2</sup> Media degli indici S&P 500, DJ EURO STOXX, TOPIX e FTSE 100. <sup>3</sup> Media degli indici azionari dei mercati emergenti asiatici, europei e latinoamericani. <sup>4</sup> Scarto interquartile della serie più recente di indici di *credit default swap* (CDS) a cinque anni di qualità inferiore all'*investment grade* (CDX High Yield; iTraxx Crossover), in punti base. <sup>5</sup> *Stripped spread*, in punti base. <sup>6</sup> Rendimenti, in percentuale.

Fonti: Bloomberg; Datastream.

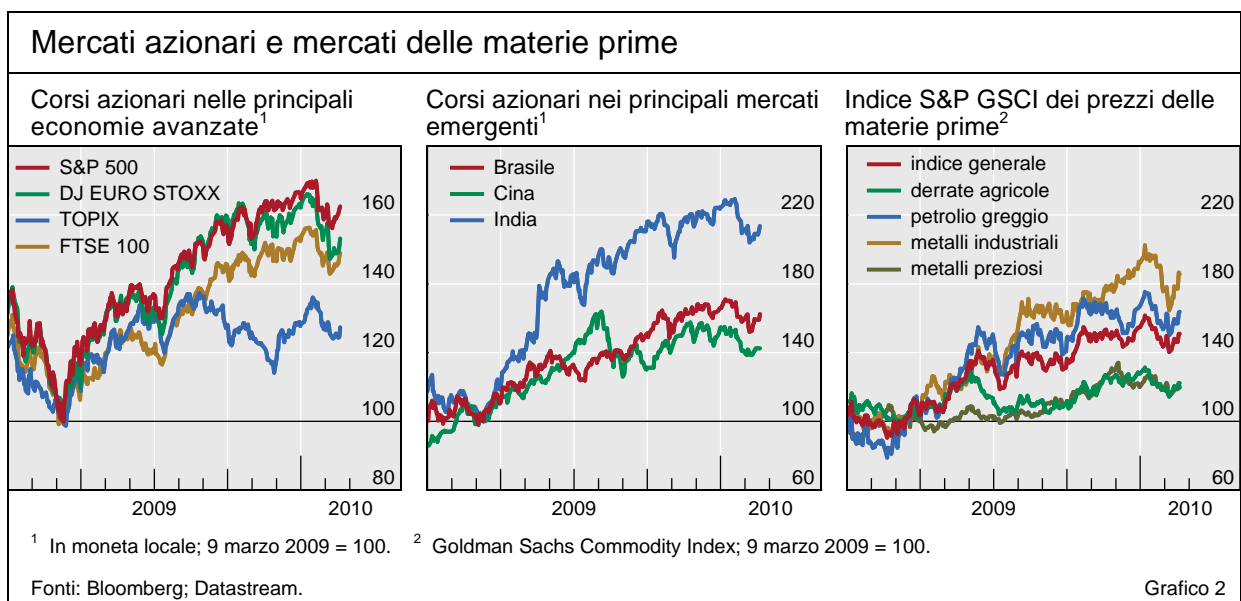
Grafico 1

dell'area dell'euro e accentuato in genere le pressioni al ribasso sui prezzi delle attività rischiose. Queste repentine pressioni del mercato sono servite da monito contro i rischi finanziari derivanti da situazioni prolungate di disavanzo di bilancio. In tale contesto, l'euro si è sensibilmente deprezzato nei confronti delle altre principali valute. In aggiunta, le interpretazioni date dal mercato alle iniziative e ai progetti di normalizzazione delle politiche fortemente espansive in atto sembrano aver esacerbato l'avversione al rischio degli investitori. I mercati azionari a livello mondiale hanno perso terreno a seguito della decisione delle autorità monetarie cinesi di innalzare la riserva obbligatoria per le grandi banche. Inoltre, i rendimenti obbligazionari sono aumentati e i corsi azionari calati dopo che la Federal Reserve ha annunciato un innalzamento del tasso di sconto nella seconda metà di febbraio.

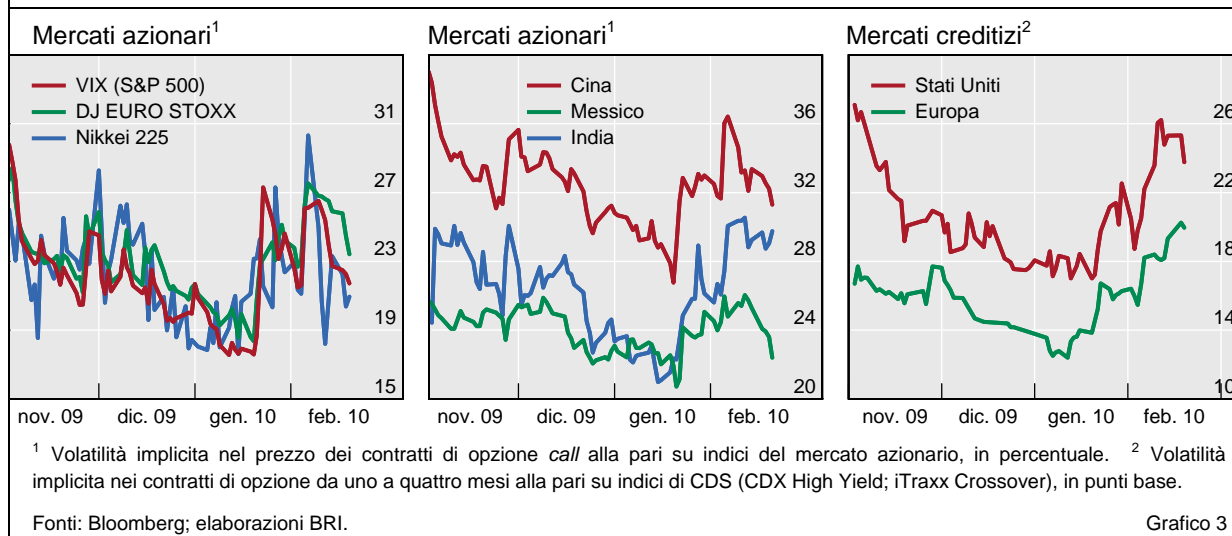
### L'avversione al rischio spinge al ribasso i corsi delle attività

Benché le quotazioni delle attività rischiose abbiano generalmente continuato a salire fino a metà gennaio 2010 circa, successivamente sono state interessate da diffusi ribassi. I corsi azionari sono diminuiti in tutte le maggiori economie avanzate ed emergenti (grafico 2, diagrammi di sinistra e centrale). Verso la fine del periodo in rassegna i mercati si sono stabilizzati, recuperando parte delle perdite registrate, ma al 17 febbraio gli indici azionari dei mercati avanzati ed emergenti risultavano comunque scesi di oltre il 5% in media rispetto ai massimi di metà gennaio. Queste flessioni appaiono tuttavia relativamente modeste se confrontate con l'impennata delle quotazioni azionarie osservata dagli inizi di marzo 2009, la quale a metà gennaio risultava pari a circa il 55% nelle economie avanzate e all'85% in quelle emergenti. I mercati creditizi non sono stati risparmiati e gli spread hanno segnato un generalizzato ampliamento. I prezzi delle materie prime, notevolmente aumentati durante gran parte del 2009, sono ridiscesi parallelamente a quelli in altri mercati, pur evidenziando un certo recupero verso la fine del periodo (grafico 2, diagramma di destra).

Gli investitori effettuano massicce vendite di attività rischiose ...



## Volatilità implicita



... all'aumentare dell'incertezza e dell'avversione al rischio

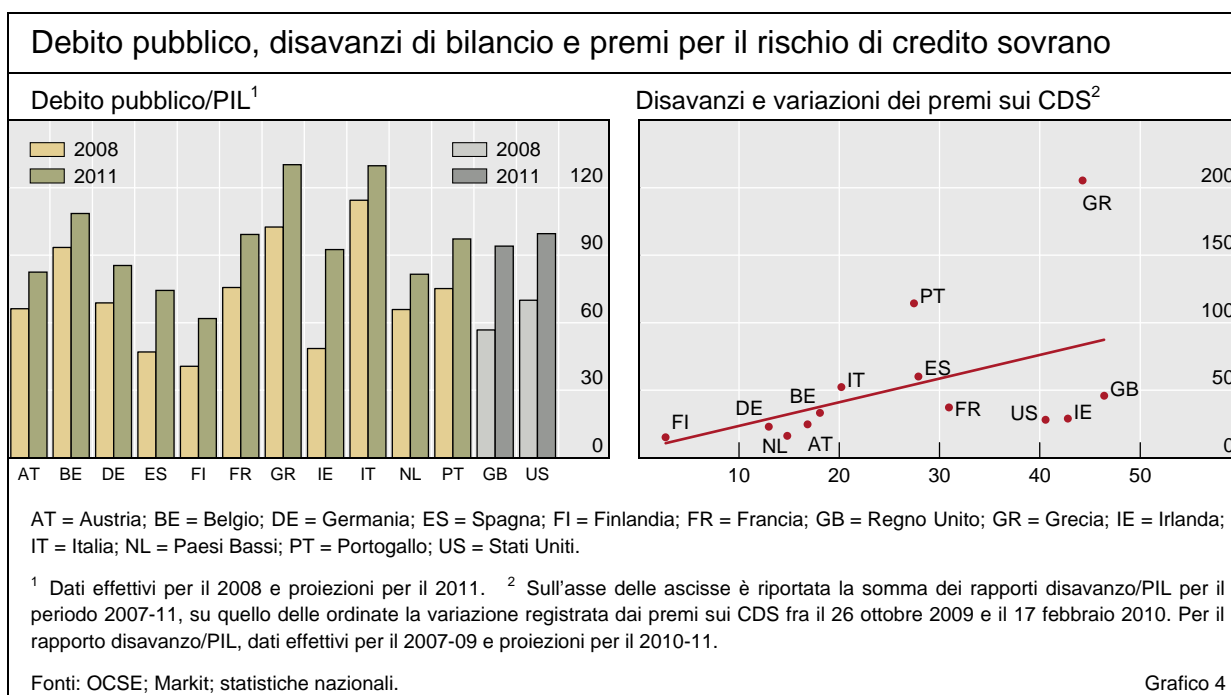
La percezione di un aumento dell'incertezza sul futuro andamento dei prezzi di mercato e la maggiore avversione al rischio degli investitori hanno avuto un ruolo determinante per le recenti dinamiche dei mercati. Le volatilità implicite degli indici azionari, che attorno a metà gennaio risultavano calate ai minimi dal dissesto di Lehman Brothers, sono successivamente salite di circa 5-10 punti percentuali tanto nelle economie avanzate che in quelle emergenti, per poi tornare gradualmente a scendere verso la fine del periodo (grafico 3, diagrammi di sinistra e centrale). Nei mercati creditizi le volatilità implicite degli indici di CDS sono aumentate da metà gennaio, dopo quasi un anno di pressoché costante flessione (grafico 3, diagramma di destra).

## Timori per il debito sovrano nell'area dell'euro

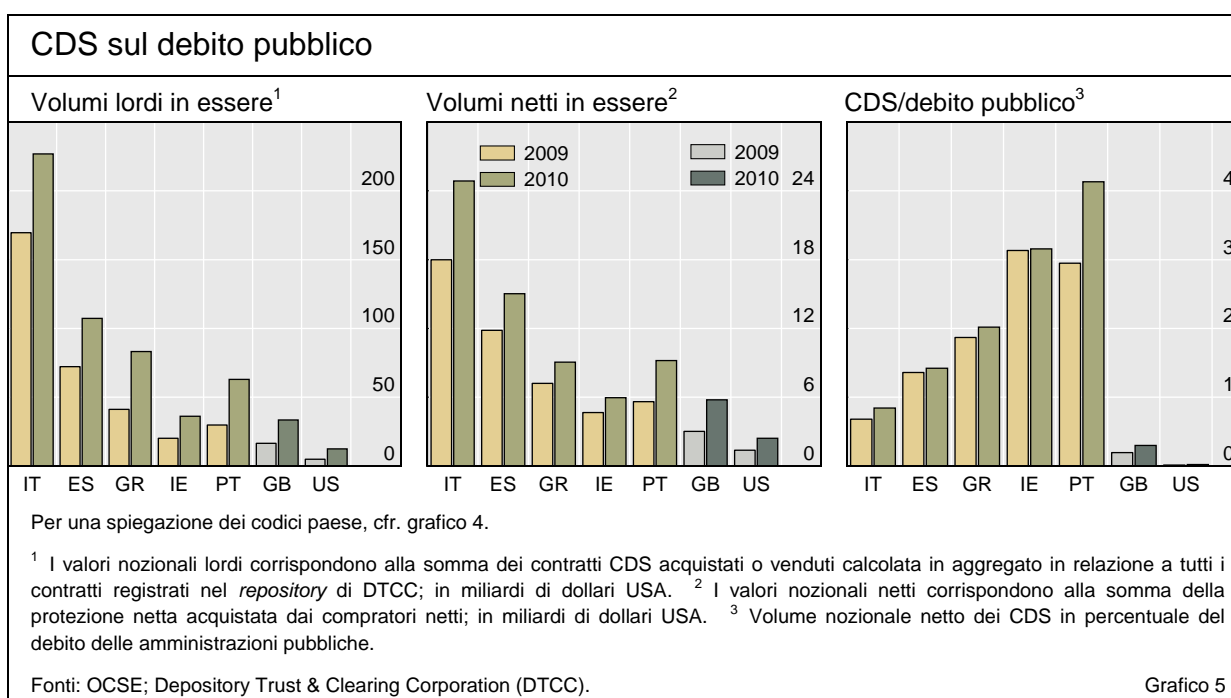
Tra la fine del 2009 e gli inizi del 2010 sono passati in primo piano i timori per le implicazioni degli ampi disavanzi di bilancio. Gli investitori hanno cominciato a interessarsi al problema del rischio sovrano di fronte alle difficoltà finanziarie incontrate dalla società pubblica Dubai World verso la fine novembre. Più di recente, la loro attenzione si è spostata sull'area dell'euro, dove gli ampi disavanzi pubblici hanno dato adito alla prospettiva di un rapido incremento del rapporto tra debito e PIL in diversi paesi (grafico 4, diagramma di sinistra).

Le difficoltà di bilancio della Grecia fanno salire gli spread sovrani

Le apprensioni per la difficile situazione di bilancio della Grecia, seguite a breve da analoghe preoccupazioni relative al Portogallo e alla Spagna, hanno determinato per questi paesi un ampliamento molto più significativo degli spread creditizi sulle obbligazioni sovrane e sui CDS loro riferiti (grafico 4, diagramma di destra). Sono altresì aumentati i differenziali di credito relativi ad altri emittenti sovrani dell'area dell'euro. L'incremento più pronunciato degli spread sul debito greco, e in misura minore, su quello portoghese ha rispecchiato il carattere più impellente dei timori degli investitori al riguardo. Per contro, i differenziali sui titoli di Irlanda, Regno Unito e Stati Uniti sono rimasti pressoché invariati nei mesi recenti.



L'attività nel mercato dei CDS sui titoli di Stato dei paesi sviluppati si è sensibilmente intensificata allorché gli investitori hanno adeguato la propria esposizione al rischio sovrano. Questo mercato era quasi inesistente solo alcuni anni fa, quando i CDS sovrani erano prevalentemente riferiti al debito emergente, ma da allora si è rapidamente sviluppato. L'accresciuta attività ha indotto un deciso aumento dei volumi dei CDS in essere (grafico 5, diagramma di sinistra). Ciononostante, l'entità del rischio sovrano effettivamente trasferito tramite i mercati dei CDS è molto più ridotta di quanto lascerebbero pensare le consistenze lorde. Al fine di quantificarla, occorre infatti considerare le consistenze su base netta, le quali tengono conto del fatto che numerosi

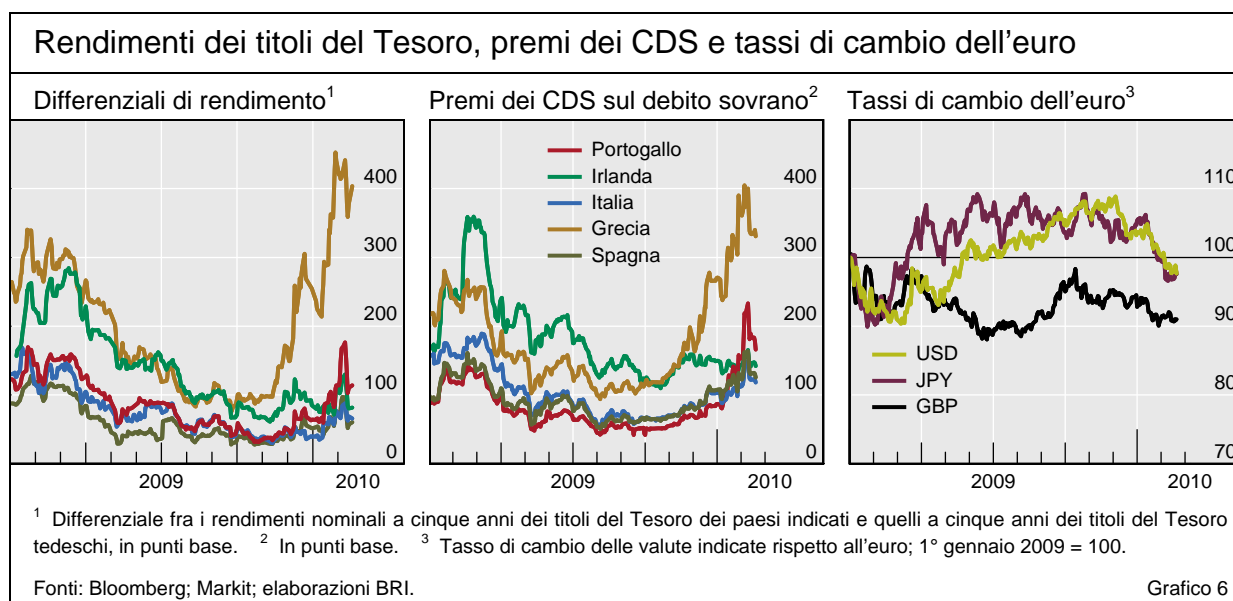


contratti CDS si compensano reciprocamente e non comportano pertanto alcun trasferimento effettivo del rischio di credito. Le posizioni nette in CDS riferiti al Portogallo rappresentavano solo il 5% dei titoli di Stato portoghesi in circolazione. Per altri paesi, inclusa la Grecia, il rapporto tra CDS sovrani e debito pubblico era persino inferiore (grafico 5, diagramma di destra).

Gli investitori hanno cominciato a interessarsi alla situazione di bilancio della Grecia nell'ottobre 2009, quando è apparso evidente che il disavanzo pubblico per il 2009 sarebbe stato notevolmente superiore alle aspettative. Ciò ha indotto le agenzie di rating a rivalutare le prospettive dei conti pubblici del paese. A fine ottobre Moody's ha messo il rating sotto osservazione in vista di un possibile declassamento e S&P ha fatto altrettanto il 7 dicembre. Il giorno seguente Fitch ha declassato il debito sovrano della Grecia da A- a BBB+ con *outlook* negativo. Nella parte successiva del mese anche S&P e Moody's hanno abbassato il merito di credito dei titoli di Stato greci, rispettivamente a BBB+ e A2. Nei giorni che hanno seguito il declassamento da parte di Fitch, gli spread creditizi sulle obbligazioni sovrane greche e i premi sui relativi CDS sono notevolmente aumentati. Questi ultimi si sono ampliati di circa 30 punti base, a oltre 200, per le scadenze quinquennali (grafico 6, diagrammi di sinistra e centrale).

L'abbassamento del rating sovrano della Grecia è stato accompagnato da riduzioni del merito di credito di diverse banche del paese. L'effetto complessivo di questi declassamenti è stato chiaramente visibile sui mercati azionari, ove le quotazioni dei principali istituti bancari greci hanno perso quasi il 20% in una settimana. Una delle preoccupazioni era che le banche elleniche, che stando agli analisti e alle agenzie di rating dipendevano più degli istituti di altri paesi dal finanziamento della BCE, non sarebbero più state in grado di stanziare in garanzia titoli di Stato nazionali nelle operazioni di rifinanziamento della BCE. Attualmente, la BCE richiede che gli strumenti costituiti in garanzia abbiano un merito di credito minimo di BBB-, ma ha indicato l'intenzione di ritornare alla fine dell'anno al livello di A- precedente la crisi. L'attuale rating A2 di Moody's permetterebbe di utilizzare in garanzia le obbligazioni pubbliche

Il declassamento  
del rating della  
Grecia e delle sue  
banche ...



greche anche dopo tale cambiamento, ma in caso di ulteriore declassamento tali titoli non risulterebbero più stanziabili.

L'eventualità che le banche greche perdessero l'accesso a questa fonte di finanziamento ha spinto ulteriormente al rialzo i premi sui CDS e i differenziali di rendimento sul debito sovrano greco, poiché ha fatto aumentare i rischi finanziari percepiti per il governo. Il 25 gennaio il Governo della Grecia ha collocato obbligazioni quinquennali per €8 miliardi con uno spread di 380 punti base sugli omologhi titoli tedeschi e di 30 punti base rispetto ad analoghi titoli greci in essere. Le richieste di sottoscrizione hanno nettamente superato l'offerta, attestandosi a €25 miliardi. Ciò è stato giudicato favorevolmente dagli investitori, determinando una breve riduzione dei premi sui CDS. La tregua è stata tuttavia di breve durata. Nonostante le nuove misure volte a ridurre il disavanzo e altre iniziative delle autorità per rassicurare i mercati, la fiducia degli investitori è rimasta fragile.

Le reazioni degli operatori non si sono tuttavia limitate alla Grecia. A fine gennaio si osservavano chiari segnali di una propagazione ad altri mercati: i corsi delle azioni bancarie europee hanno accusato un calo e gli spread sovrani di diversi altri paesi europei si sono ampliati. Il Portogallo e la Spagna sono stati colpiti in maniera più diretta, ma l'impatto si è fatto sentire anche altrove. L'esito negativo di un'asta, per quanto modesta, di titoli di Stato portoghesi agli inizi di febbraio ha accentuato i timori. Le quotazioni azionarie sono calate mondialmente e i differenziali sulle obbligazioni societarie si sono ampliati, mentre gli afflussi di capitali verso investimenti rifugio hanno spinto al ribasso i rendimenti dei titoli di Stato di diversi importanti paesi. I differenziali sul debito sovrano sono aumentati in varie altre economie. L'indice dei CDS sovrani riferiti all'Europa occidentale (che misura il costo dell'assicurazione contro il rischio di insolvenza relativo a un paniere di titoli di Stato dell'Europa occidentale) ha superato per la prima volta i 100 punti base in un contesto di accresciuta attività nel mercato dei CDS sovrani. La crescente irrequietezza ha altresì pesato sull'euro, che agli inizi di febbraio risultava sceso nei confronti delle altre principali valute a livelli non più osservati da inizio o metà 2009 (grafico 6, diagramma di destra). I mercati hanno tuttavia finito per calmarsi nelle settimane seguenti, facendo scendere dai massimi toccati gli spread creditizi sui titoli di Grecia, Portogallo e Spagna. Nondimeno, ha continuato a sussistere un clima di incertezza nonostante che i governi dell'Unione europea si siano impegnati a intraprendere un'"azione decisa e coordinata" volta ad assicurare la stabilità finanziaria nell'area dell'euro. Il segnale più evidente di tale clima è stato probabilmente il livello persistentemente elevato dei differenziali sul debito sovrano di diversi paesi dell'area dell'euro.

... accentua i timori per il rischio di controparte

Chiari segnali di un più diffuso impatto sul mercato a fine gennaio ...

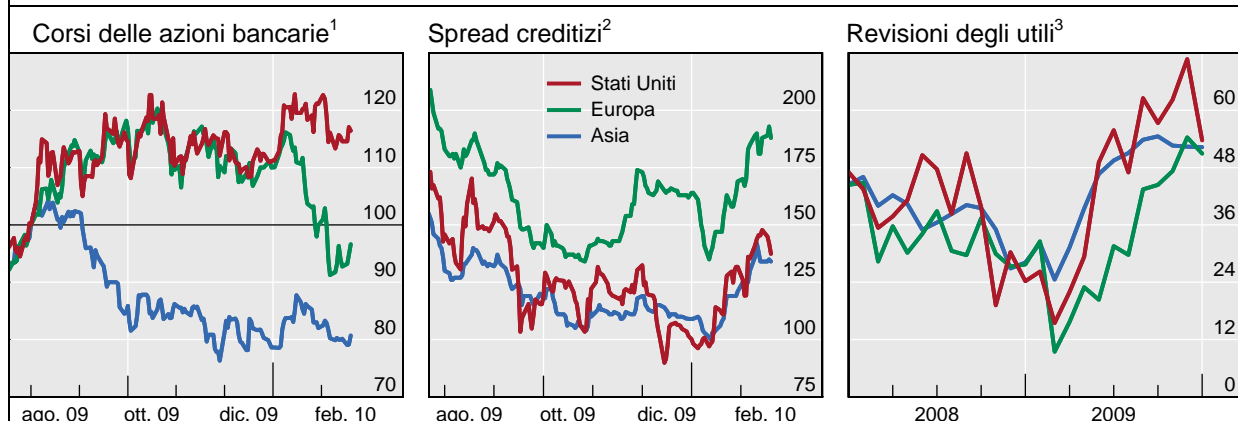
... determinano un deprezzamento dell'euro

## Banche, rischio sovrano e regolamentazione post-crisi

Verso la fine del 2009 e agli inizi del 2010 i timori degli investitori riguardo alle esposizioni al rischio di credito sul debito sovrano hanno pesato sulle quotazioni dei titoli bancari, specie in Europa (grafico 7). Gli spread creditizi e i corsi azionari delle banche, tuttavia, hanno rispecchiato anche le situazioni

Le esposizioni al rischio sovrano pesano sui corsi delle azioni bancarie ...

## Corsi delle azioni bancarie, premi dei CDS e revisioni degli utili



<sup>1</sup> In moneta locale; 31 luglio 2009 = 100. <sup>2</sup> Media equiponderata degli spread dei CDS a cinque anni sulle emissioni senior del settore bancario. <sup>3</sup> Indice di diffusione delle revisioni mensili degli utili unitari prospettici, calcolato come somma tra la percentuale delle società per le quali gli analisti hanno corretto al rialzo le previsioni e la metà della percentuale delle società per le quali gli analisti hanno lasciato le previsioni invariate.

Fonti: Bloomberg; Datastream; I/B/E/S; JPMorgan Chase; Markit.

Grafico 7

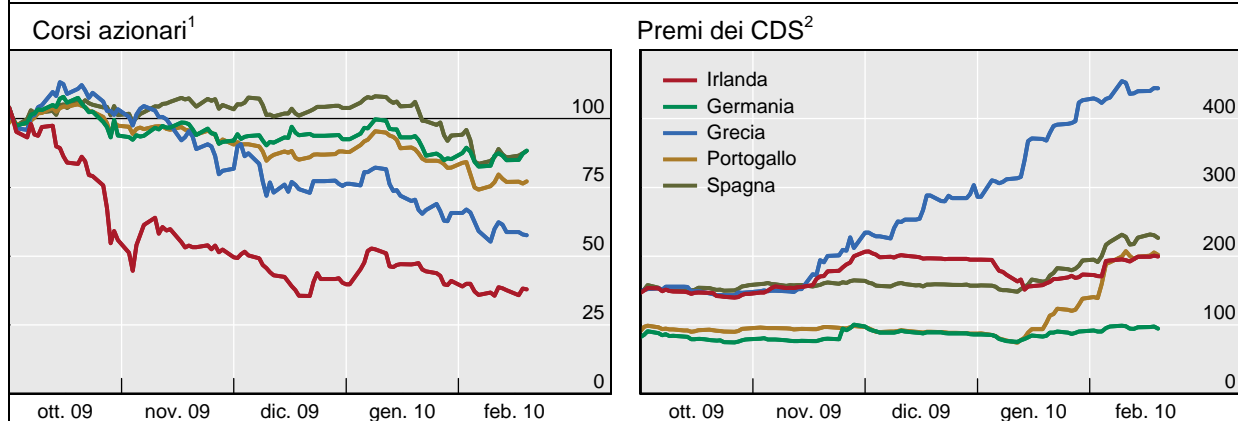
... specie in Europa

contabili pubblicate in gennaio e febbraio, le quali continuavano a segnalare risultati positivi, seppur contenuti. L'impatto del rischio sovrano si è avvertito soprattutto sulle quotazioni azionarie e sui differenziali di credito degli istituti bancari di Grecia, Portogallo e Spagna, ma non ha risparmiato altre banche dell'area dell'euro (grafico 8). Al riguardo, uno degli aspetti che ha assunto rilevanza era l'entità dell'esposizione delle singole banche al rischio sovrano di tali paesi. Nel complesso, i dati BRI indicano che, rispetto ad altri istituti, le banche dell'area dell'euro presentano un'esposizione di gran lunga maggiore al debito pubblico dei paesi citati (grafico 9; cfr. inoltre la sezione "Aspetti salienti dell'attività bancaria e finanziaria internazionale").

Le proposte di Basilea per la regolamentazione post-crisi delle banche ...

La reazione del mercato di fronte alle nuove informazioni riguardanti il probabile assetto di regolamentazione bancaria che sarebbe emerso dalla crisi è stata contrastante. Il 17 dicembre il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria ha pubblicato una serie di importanti proposte volte a rafforzare la

## Corsi azionari e premi dei CDS del settore bancario



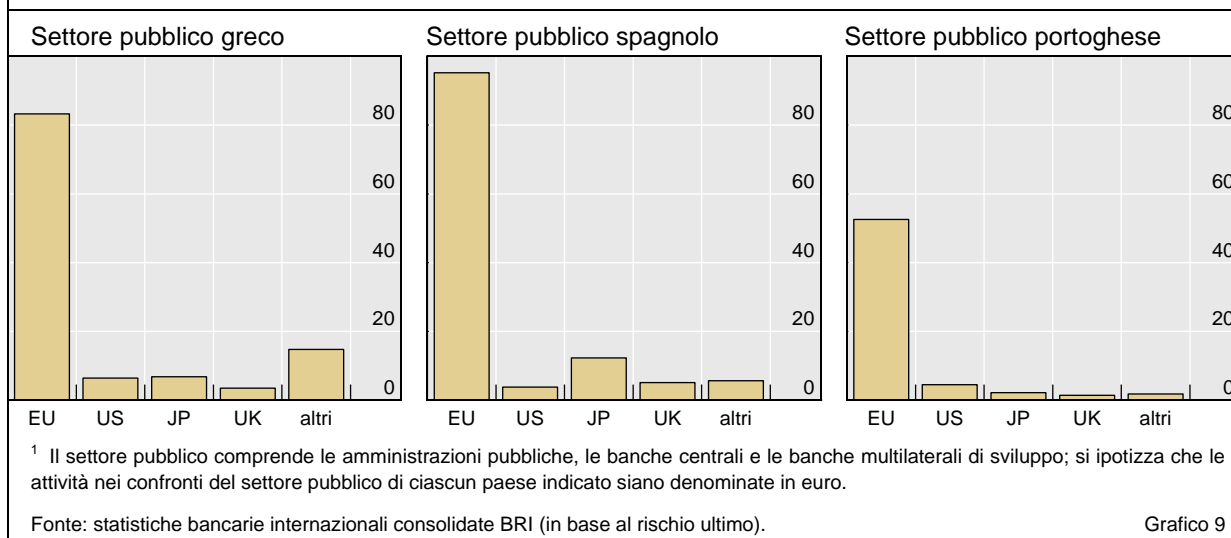
<sup>1</sup> 1° ottobre 2009 = 100. <sup>2</sup> Media equiponderata dei premi dei CDS riferiti alle banche principali di ciascun paese indicato, in punti base.

Fonti: Datastream; Markit; elaborazioni BRI.

Grafico 8

## Attività nei confronti del settore pubblico di Grecia, Spagna e Portogallo, in base alla nazionalità delle banche creditrici<sup>1</sup>

Dati di fine 3° trimestre 2009; in miliardi di dollari USA



capacità di tenuta del settore<sup>1</sup>. Secondo le interpretazioni degli analisti, le proposte avrebbero imposto alle banche di operare in futuro con una maggiore dotazione di capitale e un minor grado di leva finanziaria, il che, in teoria, avrebbe ridotto nel lungo periodo i loro indici di redditività patrimoniale, ma anche il rischio di credito assunto. Ciononostante, l'impatto immediato registrato dalle quotazioni azionarie e dagli spread creditizi delle banche è stato solo modesto. Le banche europee, che si riteneva sarebbero state più colpite dall'imposizione di semplici limiti alla leva finanziaria, sono state interessate da un breve calo dei corsi azionari a seguito dell'annuncio, mentre le quotazioni delle banche statunitensi, già tenute al rispetto di limiti di questo tipo, non si sono pressoché mosse.

Il mercato ha reagito in modo più pronunciato al discorso tenuto dal Presidente degli Stati Uniti il 21 gennaio, in cui si avanzava la proposta – immediatamente battezzata “regola Volcker” – di imporre limiti alla negoziazione in proprio e ad attività analoghe a tutte le banche commerciali con un'ampia base di depositi, nonché di contenere le dimensioni delle singole società in relazione a quelle del sistema nel suo complesso. I titoli delle grandi banche profittevolmente attive nel mercato finanziario statunitense, comprese quelle non aventi sede legale negli Stati Uniti, hanno in genere accusato un ribasso (grafico 10, diagrammi di sinistra e centrale). Quelli delle banche regionali statunitensi, le quali dipendono meno dai proventi delle operazioni sul mercato finanziario, sono invece stati meno colpiti (grafico 10, diagramma di destra).

... suscitano reazioni contenute da parte del mercato ...

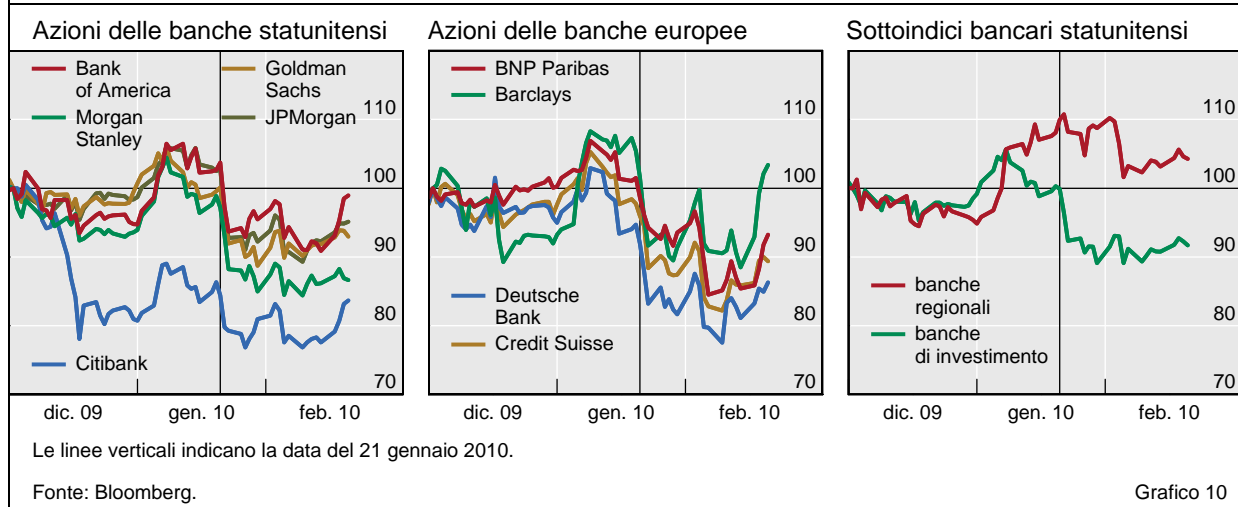
... che invece reagisce più vigorosamente alla “regola Volcker”

<sup>1</sup> Cfr. [www.bis.org/press/p091217.htm](http://www.bis.org/press/p091217.htm).



## Corsi delle azioni bancarie e “regola Volcker”

In moneta locale; 1° dicembre 2009 = 100



## Il diverso orientamento della politica monetaria riflette la disomogeneità della ripresa

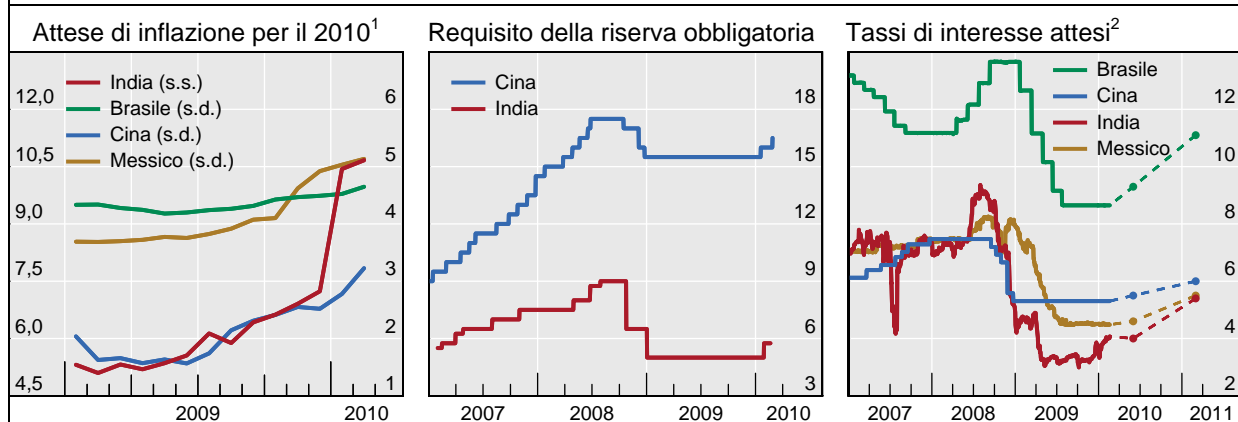
I paesi emergenti intraprendono misure restrittive ...

Alcuni paesi emergenti hanno intrapreso o annunciato le prime misure volte a inasprire la politica monetaria, di riflesso all'accresciuta espansione del credito e all'aumento delle pressioni inflazionistiche in un contesto di vivace crescita economica (grafico 11, diagramma di sinistra), e a dimostrazione del fatto che la ripresa in questi paesi si trova in una fase ciclica molto più avanzata rispetto alle economie mature.

In alcuni paesi, come la Cina e l'India, la vigorosa espansione del credito bancario, unitamente al rialzo dei prezzi delle attività, ha indotto una stretta monetaria. Il 12 gennaio la People's Bank of China ha dichiarato che avrebbe

## Attese di inflazione e politica monetaria nei principali mercati emergenti

In percentuale



<sup>1</sup> Basate sui risultati delle indagini di Consensus Economics. <sup>2</sup> Per la Cina, tasso di prestito a un anno; per l'India, tasso del buono del Tesoro a 91 giorni; per il Brasile, tasso di interesse *overnight* SELIC; per il Messico, CETES a 28 giorni. Le linee tratteggiate rappresentano l'approssimazione delle attese riguardo ai tassi di interesse ricavata dalle previsioni formulate in merito ai tassi per il maggio 2010 e il febbraio 2011 (rappresentate dai punti) nell'ambito delle indagini condotte da Consensus Economics.

Fonti: Bloomberg; © Consensus Economics.

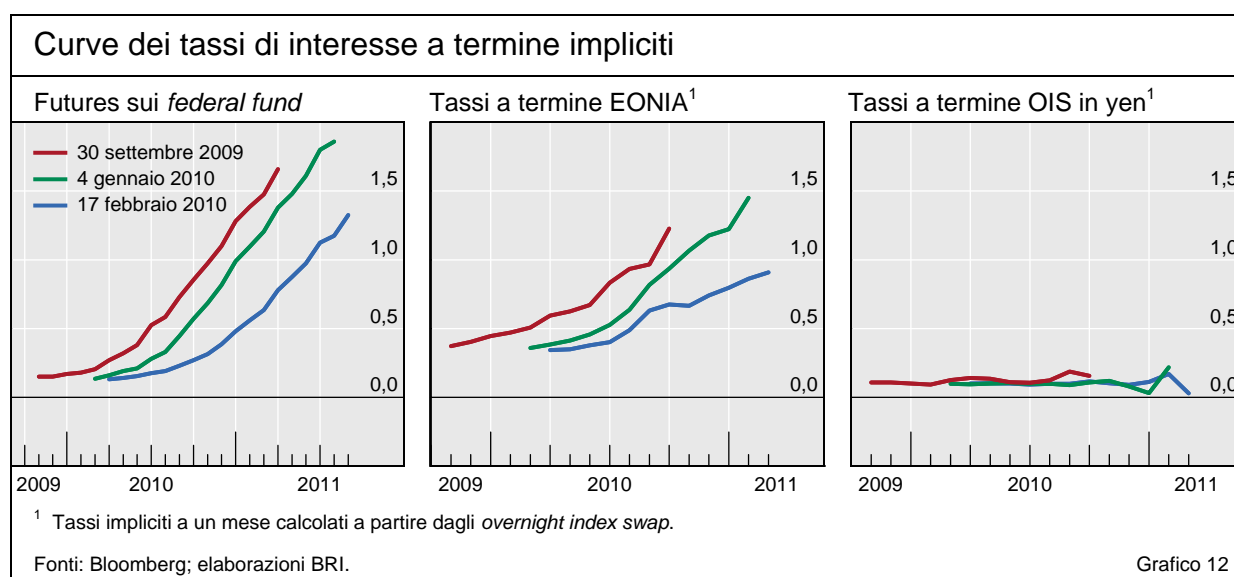
Grafico 11

innalzato di 50 punti base il coefficiente di riserva obbligatoria per le grandi banche (grafico 11, diagramma centrale), provocando un calo del 2,3% dell'indice composito della borsa di Shanghai. Un mese più tardi la banca centrale ha annunciato un nuovo inasprimento, anch'esso pari a 50 punti base, dell'obbligo di riserva. Benché al momento della comunicazione i mercati azionari del paese fossero chiusi per le festività del nuovo anno cinese, quelli del resto del mondo hanno reagito alla notizia segnando ribassi significativi. Il 29 gennaio la Reserve Bank of India ha annunciato l'aumento di 75 punti base del requisito di riserva imposto alle banche, al fine di ridurre la liquidità in eccesso e di ancorare le aspettative di inflazione (grafico 11, diagramma centrale). Al di là di queste iniziative, gli analisti di mercato si aspettavano un incremento significativo dei tassi di interesse a breve termine in queste ed altre importanti economie emergenti (grafico 11, diagramma di destra). Ciononostante, i tempi di eventuali interventi sui tassi rimanevano incerti. Al riguardo, un importante fattore di complicazione deriva dal rischio che l'innalzamento dei tassi potrebbe produrre effetti destabilizzanti nei paesi che ricevono afflussi di capitali già elevati.

Nei mesi recenti gli operatori hanno al contrario rivisto le aspettative riguardo alla politica monetaria nelle maggiori economie mature, anticipando un rialzo dei tassi più tardivo o più graduale di quanto inizialmente previsto (grafico 12). Tale correzione si deve in parte al fatto che le principali banche centrali hanno continuato a segnalare che non erano da attendersi aumenti dei tassi di interesse nel breve periodo. Oltre a ciò, le aspettative degli investitori riflettevano parimenti la percezione che la ripresa nelle più importanti economie avanzate si trovasse a uno stadio ancora precoce.

Di fronte al calo della fiducia degli investitori, gli operatori si sono mostrati più sensibili alle notizie economiche sfavorevoli che non a quelle positive. Negli Stati Uniti, gli ultimi dati sul mercato del lavoro sono stati considerati meno incoraggianti del previsto: le nuove richieste di sussidi alla disoccupazione sono rimaste persistentemente elevate e i posti di lavoro nei settori non agricoli hanno continuato a calare, sebbene a un ritmo di gran lunga inferiore. Inoltre, benché la crescita del PIL reale nel quarto trimestre abbia superato le attese,

... contrariamente ai principali paesi sviluppati ...

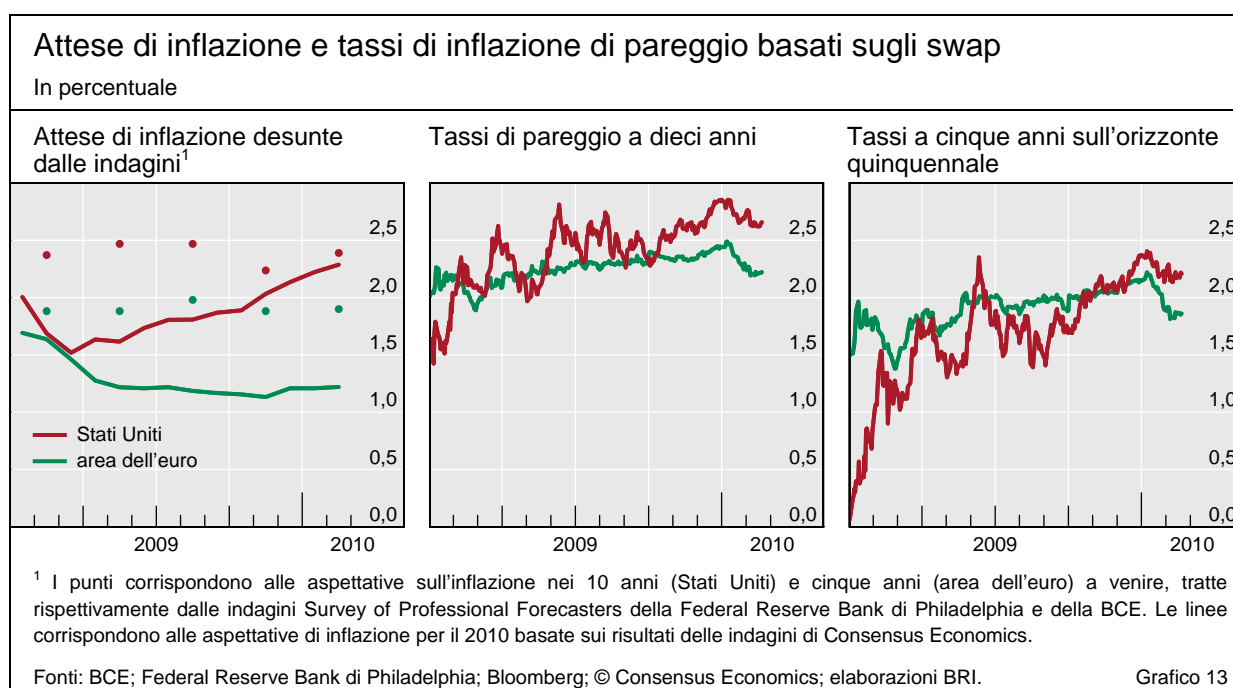


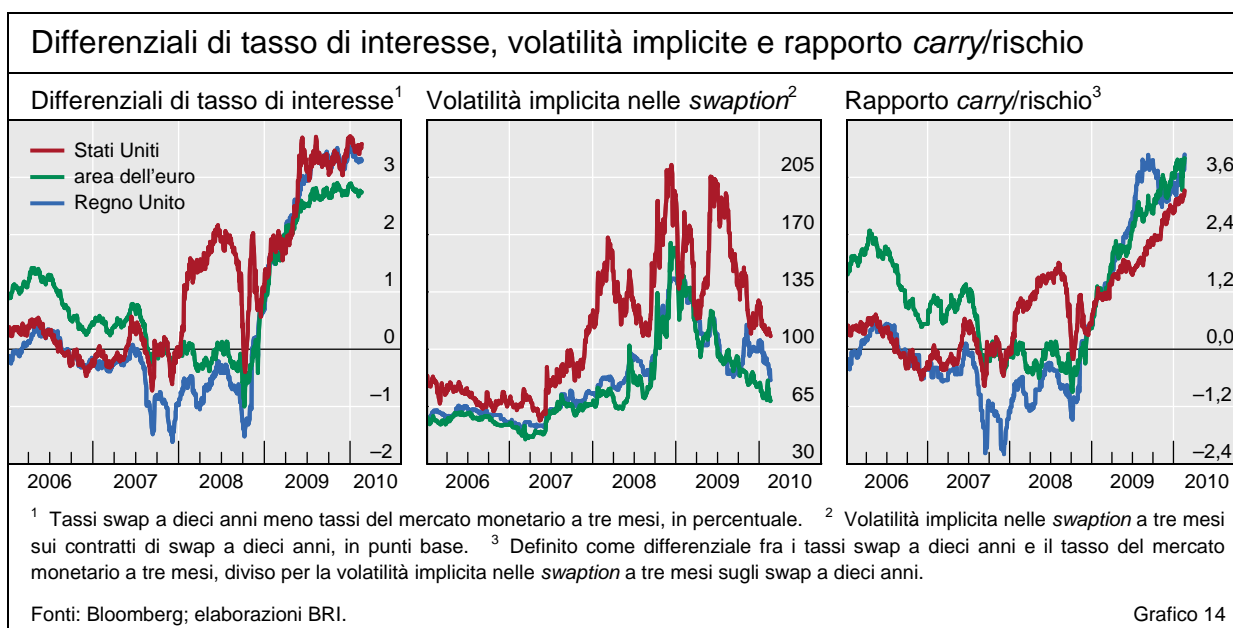
quella della spesa per consumi, ritenuta un ingrediente fondamentale per la ripresa negli Stati Uniti, è scesa a un deludente 0,1% nell'ultimo mese del 2009. Anche in Europa non sono mancati dati deludenti. Le vendite al dettaglio e la produzione industriale hanno disatteso le aspettative e i dati sul PIL del quarto trimestre sono risultati più deboli del previsto sia nell'area dell'euro che nel Regno Unito, provocando nel continente un calo delle quotazioni azionarie e dei rendimenti obbligazionari di riferimento.

Coerentemente con le aspettative degli investitori in merito alla politica monetaria, le prospettive sull'evoluzione dei prezzi sono rimaste piuttosto positive. I dati tratti dalle indagini segnalavano aspettative di inflazione ben ancorate negli Stati Uniti e nell'area dell'euro, sugli orizzonti sia brevi sia più lunghi (grafico 13, diagramma di sinistra). Il prezzo dei contratti di swap sull'inflazione è parso sostanzialmente in linea con tali dati. Tanto i tassi di pareggio a pronti a lungo termine quanto quelli a termine sugli orizzonti lunghi erano andati gradualmente aumentando nel corso del 2009, di fronte alla normalizzazione delle condizioni di mercato. Tuttavia, agli inizi del 2010 entrambi hanno ripreso a calare (grafico 13, diagrammi centrale e di destra). Di conseguenza, nonostante lo stimolo monetario e fiscale senza precedenti impartito nei mesi recenti, gli operatori mostravano di essere poco preoccupati per l'eventualità di un disancoraggio delle aspettative di inflazione a lungo termine.

Le attese che i tassi ufficiali nelle principali economie sviluppate sarebbero rimasti su livelli eccezionalmente bassi per qualche tempo hanno consentito alle banche e ad altri investitori di continuare a sfruttare le favorevoli condizioni di finanziamento per investire in attività a più alto rendimento. Nei mercati del reddito fisso l'inclinazione delle curve dei rendimenti è rimasta straordinariamente accentuata, evidenziando le possibilità di guadagno offerte dalle strategie di investimento a lungo termine finanziate mutuando fondi a

... dove i tassi eccezionalmente bassi alimentano i *carry trade* sulla curva dei rendimenti





breve (grafico 14, diagramma di sinistra). L'assunzione di tali posizioni potrebbe anch'essa aver contribuito alle recenti pressioni al ribasso sui rendimenti a lungo termine. Le volatilità implicite relative ai contratti derivati su tassi di interesse sono ulteriormente diminuite, a indicare un protratto calo del rischio percepito in relazione a tali investimenti (grafico 14, diagramma centrale). Ciò, unitamente a rendimenti più elevati, ha reso tali posizioni maggiormente appetibili anche su base corretta per il rischio. In particolare, i corrispondenti indicatori del rapporto *carry*/rischio, che valutano il rendimento in relazione a una misura di rischio, hanno raggiunto nuovi massimi (grafico 14, diagramma di destra). In considerazione di tali incentivi, è sorto il timore che le società finanziarie potessero assumersi un rischio di *duration* eccessivo. Nel momento in cui le aspettative si modificheranno e i tassi di interesse cominceranno a salire, la liquidazione di queste posizioni speculative potrebbe esacerbare il processo di rivalutazione nei mercati del reddito fisso e accentuare la volatilità dei rendimenti.

## Le banche centrali rimuovono gradualmente le misure di sostegno di emergenza

Gli ulteriori miglioramenti nel funzionamento dei mercati finanziari e, in particolare, nelle condizioni del mercato monetario hanno consentito alle autorità monetarie di continuare a rimuovere gradualmente le misure straordinarie di sostegno in atto (cfr. anche l'articolo di P. Gerlach in questa edizione della *Rassegna*). Di conseguenza, verso la fine di gennaio varie importanti banche centrali hanno annunciato l'intenzione di sospendere il 1° febbraio le linee temporanee di swap di liquidità con la Federal Reserve. La BCE ha condotto l'ultima operazione di rifinanziamento a dodici mesi a metà dicembre 2009 e deciso di effettuare l'ultima operazione a sei mesi alla fine del primo trimestre 2010. La Federal Reserve statunitense ha proceduto a chiudere come previsto l'Asset-Backed Commercial Paper Money Market

Il ridimensionamento delle misure di liquidità di emergenza ...

Mutual Fund Liquidity Facility, la Commercial Paper Funding Facility, la Primary Dealer Credit Facility e la Term Securities Lending Facility il 1° febbraio. Il ridimensionamento delle misure straordinarie si è esteso al di là dei programmi di sostegno alla liquidità; la Federal Reserve ha confermato l'intenzione di porre termine all'acquisto di \$1,25 trilioni e 175 miliardi di rispettivamente *mortgage-backed securities* e altri titoli di debito emessi dalle agenzie federali entro la fine del primo trimestre e di liquidare la Term Auction Facility e la Term Asset-Backed Securities Loan Facility nel corso della prima metà del 2010. Nel contempo, il Monetary Policy Committee della Bank of England ha deciso agli inizi di febbraio di non ampliare il programma della banca centrale per l'acquisto di attività oltre il totale di £200 miliardi già raggiunto.

... è ampiamente  
anticipato dai  
mercati ...

Il ridimensionamento delle misure di sostegno a opera delle autorità monetarie era ampiamente anticipato, coerentemente con gli annunci o i segnali che le banche centrali avevano rilasciato in precedenza, e non ha pertanto avuto un impatto significativo sui prezzi delle attività. Gli investitori, tuttavia, hanno reagito di fronte alle nuove dichiarazioni riguardo ai possibili interventi futuri di *policy*. Più specificamente, il 10 febbraio i rendimenti dei gilt britannici sono nettamente calati – addirittura di 10 punti base nel segmento a breve della struttura per scadenze – a seguito delle dichiarazioni del Governatore della Bank of England che riteneva “decisamente prematuro” concludere che nel mercato delle obbligazioni in sterline non si sarebbero resi necessari nuovi acquisti della banca centrale. Lo stesso giorno il Presidente della Federal Reserve affermava nel corso della sua audizione al Congresso che si sarebbe potuto prendere “presto” in considerazione un aumento del differenziale fra il tasso di sconto e quello obiettivo sui *federal fund*, e parlava della serie di misure successive che la Federal Reserve avrebbe potuto seguire per uscire dall'attuale orientamento decisamente accomodante. A seguito di tali dichiarazioni, i rendimenti dei titoli del Tesoro USA sono cresciuti di 5 punti base circa lungo tutte le scadenze. Nonostante questi segnali, i mercati sono stati colti di sorpresa allorché la Federal Reserve ha annunciato il 18 febbraio un aumento di 25 punti base del tasso di sconto, una misura intesa a normalizzare ulteriormente le operazioni di prestito della banca centrale. Successivamente all'annuncio i rendimenti obbligazionari sono saliti e i corsi azionari calati.

... anche se altri  
interventi colgono di  
sorpresa gli  
investitori